

# 情報提供者と情報受領者の責任に関する小論

小 杉 亮一朗

はじめに

- 一 信認義務を基礎とした規制のもたらす問題
  - 二 情報提供者の個人的利益要件をめぐる問題
    - (1) SEC v. Maxwell 事件
    - (2) Maxwell 事件判決と投資家保護の政策
- おわりに

はじめに

本稿では、米国におけるインサイダー取引規制上の情報提供者と情報受領者の責任の研究をおこなう。どのような場合に、情報提供者、情報受領者を規制し得るのか、その範囲はいかに画定されるのか<sup>(1)</sup>。情報提供者の個人的利益要件は、いかに評価されているのであろうか。また、情報提供が繰り返された場合、情報受領者は自己の証券取引が違法であるか否か、さしたる困難も伴わずに判断し得るのか。これは、最初の情報提供者と情報受領者との距離も影響するように思われるが、信認義務を基礎とした規制とも関連して、いかなる指摘がなされているのであろうか。以下、このような諸問題を検討してゆきたい。

## 一 信認義務を基礎とした規制のもたらす問題

会社の未公開と思われる重要な情報を他者から伝達された場合に、当該会社の証券取引することが、米国のインサイダー取引規制上の問題を生じ得るか否かにつき調べ、当該会社の証券取引の可否を判断することには、困難を伴うことが予想される。その原因の一つは、信認義務理論や不正流用理論等の複雑で難解な法的知識が必要とされることにある<sup>(2)</sup>。仮にこのような法理論を理解していたとしても、複数の情報提供者や情報受領者が介在した後に情報を受領したため、責任発生の基礎となる情報提供者と直接的な関係にな

(1) 要件の明確性と予測可能性が欠如している場合の問題点と、投資家の姿勢に関しては、梅本剛正「インサイダー取引規制の再構築」森本滋先生還暦記念『企業法の課題と展望』（商事法務，2009）532頁～533頁，539頁を参照されたい。

(2) 米国のインサイダー取引規制の現状が、非常に理解しづらいものとなっている理由について、以下の文献を参照。判例法の混迷とその原因について、飯屋広郷「インサイダー取引規制再考—10b-5解釈の背後にある二つの政策目標とそこからの示唆」柴田和史＝野田博編著『会社法の現代的課題』（法政大学出版局，2004）171頁を参照。理論の一貫性が欠如し、適用の限界が曖昧な場合も、事前に自己の行為準則を明確に認識する際の障害となりうる。島袋鉄男「アメリカにおけるインサイダー取引規制の法理—総論（下）—」琉大法学45号48頁～49頁も参照。

い情報受領者にとっては、証券取引をおこなうことの可否を判断することは容易ではなかろう。株価等に多大な影響を与え得る、会社の重要な未公開情報に基づく取引を一律に規制するのであれば、このような問題も多少は軽減されるかもしれない<sup>(3)</sup>。以下では、インサイダー取引規制上、最初の情報提供者として責任を問われ得る者を「最初の情報提供者」、この者より最初に情報を伝達された者を「最初の情報受領者」と記す。

Dirks 事件連邦最高裁判決<sup>(4)</sup>の示す要件を素直に解釈するならば、最初の情報提供者が信託義務を負い、情報提供から利益を得たこと<sup>(5)</sup>が、情報提供者の責任発生の要件であると理解することができよう。情報が複数の者に順次伝達されていくような事例は、さほど多くないものと思われるが<sup>(6)</sup>、理論上は、情報受領者の規制範囲は広範なものである。このような事例では、ことに末端の情報受領者に近づくほど、最初の情報提供者や最初の情報受領者の法的責任の有無を確認し、伝達された未公開情報に基づいて、証券投資をおこなうことが違法か否かを判断し、不安を払拭した後に証券取引をおこなうことは難しいのではないかと懸念されている<sup>(7)</sup>。

次に、煩雑さを避けるため、信託義務理論下の事例を想定し、最初の情報提供者から情報を受領した最初の情報受領者についての検討をこころみる。会社の重要な未公開情報を最初に情報提供する者から、当該情報が人から人へと順に伝達されてゆく場合、当該情報を最初の情報提供者から入手した者が、①最初の情報提供者と関係を有する場合<sup>(8)</sup>と②特段の関係を有しない場合<sup>(9)</sup>とを想像することができる。さらに、③たとえば会社のコンピュー

(3) SEC がかつて支持した、公正性を基礎とした規制の明確な根拠を、議会に見出すことができたのであれば、このような規制も受け入れられていたかもしれない。SEC による不正流用理論の利用を、かつて表面的には連邦最高裁により拒絶された規制への判例法を通じた、間接的な回帰ととらえる見解も見受けられる。

立法過程の資料の少なさについては、柏木昇「オヘーガン事件とアメリカにおける重要非公開情報の秘匿による内部者取引禁止の理論」法学協会雑誌115巻3号（1998）19頁、25頁において指摘されている。

なお、品谷篤哉「内部者取引規制—ダークス判決の興亡—」早稲田法学75巻3号（2000）325頁～329頁、島袋・前掲（注2）7頁～9頁、70頁等も参照されたい。

(4) Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).

(5) 利益要件に関しては、情報提供者が利益を得たことを要するのか、利益を得ることを期待していたことで足りるのか、不明瞭なようである。See Dirks, 463 U.S. at 662-63, 667. 裁判所は、情報提供者の動機を重視しており、利益を得る意図があれば足りるのではないかとする見解がある。本稿では、このような問題に深入りせずに、単に利益要件と記す。

(6) Musella 事件を参照されたい。578 F. Supp. 425 (S.D.N.Y. 1984); 678 F. Supp. 1060 (S.D.N.Y. 1988); 748 F. Supp. 1028 (S.D.N.Y. 1989). 品谷・前掲（注3）325頁も参照。

(7) もっとも、情報受領者が最初の情報提供者と直接的関係がない場合、情報提供者の義務違反の認識が、結論にどのような影響を及ぼし得るであろうか。

情報受領者が、情報の出所を知らなかったが、情報が不法に取得されたことを知っていたとされる Musella 事件については、品谷・前掲（注3）325頁～326頁で紹介がなされている。

また、数次にわたって情報伝達がなされた場合の他の問題は、情報伝達が度重なるにつれ、一般に、情報の正確性や具体性が低下し、あるいは欠如してゆくということであろうか。このことは、情報の重要性や情報が証券の価格に及ぼす影響に関連するものと思われる。噂に近い情報や、一般的な推奨と大差のない情報提供に対する規制の可否についても、検討を要すべき点があるようである。Coles, *infra* note 10, at 216 n. 221では、以下の文献を引用している。William C. Thompson and Maithilee K. Pathak, *Empirical Study of Hearsay Rules: Bridging the Gap Between Psychology and Law*, 5 *Psychology, Public Policy & Law* 456 (1999).

(8) 会社の同僚などが、これにあてはまるであろう。

ターに侵入しデータを盗むような悪質なハッカーや不正な侵入者などは、信認義務を負う者ではないと理解し得ると思われるが、このような者が、自ら会社の重要な未公開情報を取得し、当該情報を他者に告げた後に、人から人へと連鎖的に情報伝達が行なわれ、当該情報に基づき同社の証券取引が行なわれるような場合も想定できよう<sup>(10)</sup>。

さて、Kathleen Coles の論ずるところによると、O'Hagan 事件連邦最高裁判決に潜在するインサイダー取引規制の政策的根拠の一つは、投資家保護にあるものと理解することができる<sup>(11)</sup>。そして、多くの証券取引に情報が不正利用された場合、投資家の証券市場に対する信頼は低下するものと一般に予想されている。重要な未公開情報に基づく証券取引がおこなわれた場合に、先に掲げた情報取得の諸形態の違いにより、投資家や市場の信頼に与える影響に差異は生ずるのであろうか<sup>(12)</sup>。かかる視点も踏まえ、いずれの形態の情報取得を伴う証券取引も、規制されて然るべきであるという見解が示されても不思議ではないかもしれない。しかるに、連邦最高裁判所の判決によれば、各々異なる結果が導かれることとなりそうである。これは、すでに簡単に触れたように、情報提供者や情報受領者の責任を問うにあたって、規制範囲に制限を加えるため、権威ある判例が、自ら証券取引をおこなう者や、情報提供者に対して、信認関係<sup>(13)</sup>を求めたことに起因するようである。上記の諸事例に、当てはめてみると、①②の場合には最初の情報提供者とその者の所属先あるいはその株主との間に信認関係が存在し、③の場合には、このような関係は認められないこととなる。さらに②の場合には、仮に最初の情報提供者に信認関係が認められたとし

(9) 部外者が耳にすることのできる状況で、不注意にも最初の情報提供者が、同僚に会社の重要な未公開情報を告げた場合などが、これに該当するものと思われる。ほかに、栗山修「アメリカにおける内部者取引規制—Chiarella v. United States 事件を中心として—」同志社法学34巻4号（1982）82頁～83頁も参照。

(10) このような事例について検討を加える論稿として、以下の文献を参照されたい。Kathleen Coles, The Dilemma of the Remote Tippee, 41 Gonz. L. Rev. 181 (2005). また、品谷篤哉「内部者取引規制—不正流用理論の行方（二）—」名城法学49巻2号179頁～181頁では、情報提供の連鎖した事例ではないが、通常の窃盗や不法目的侵入、情報の盗取と不正流用理論の適用に関して検討がなされている。さらに鳥袋・前掲（注2）63頁も参照されたい。柏木・前掲（注3）20頁～21頁では、不正流用理論に関して、「単に情報を盗んだだけの者は詐欺を働いたと言えない。」と解説する。

(11) Id. United States v. O'Hagan 事件で、連邦最高裁判所は、不正流用理論の目的が、証券市場の公正性を向上し、投資家の信頼を得ることにあると明らかにしたものと考えられている。

10条(b)項の立法趣旨と一般投資家を出し抜くことの防止、市場の健全性や市場に対する投資家の信頼保護、証券市場の効率性に関する説明として、柏木・前掲（注3）25頁、27頁を参照。投資者の市場に対する信頼確保を政策的根拠と解した場合の O'Hagan 事件判決の理解に関しては、仮屋・前掲（注2）163頁を参照されたい。また、栗山修「米国インサイダー取引規制における不正流用説の妥当性～O'Hagan 事件合衆国最高裁判決の紹介と検討～」国際商事法務25巻8号（1997）834頁。Chiarella 判決以前の下級審判決や学説の主流と証券市場の公正性、誠実性に対する一般投資者の信頼については、鳥袋・前掲（注2）60頁を参照されたい。

(12) 一般投資家の利用できない特別な事情によって情報を取得し、証券取引をおこなういくつかの例と、その不正性の度合については、柏木・前掲（注3）31頁～32頁。ほかに、不正流用理論と情報源に対する開示と一般投資者との関係での悪性、市場論的アプローチに関しては、仮屋・前掲（注2）162頁を参照。また、O'Hagan 判決と情報源によるインサイダー取引の許容、市場に対するインパクトについては、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、第二版、2004）166頁を参照。しかしながら、証券市場に対する投資家の信頼の確保、市場の公正さや完全性の確保といった言葉がどれほど重視されているのかということについて、品谷篤哉「内部者取引規制—不正流用理論の行方（三・完）—」名城法学49巻4号（2000）69頁、73頁も参照されたい。

(13) またはこれに類似する関係。以下では単に信認関係と記す。

ても、この者の話しをたまたま聞いた者に、インサイダー取引規制上の義務が引き継がれるのかどうかという問題がある。

連邦のインサイダー取引規制に信認義務が取り込まれていることを踏まえ、Kathleen Coles は、立ち聞きする者 (eavesdropper) を規制するために、他の州法上の理論の導入をも提案している。このようなアプローチは、連邦最高裁判決で示された諸要件をある程度尊重しつつ、本稿で先に挙げた問題にも対処することを意識しているように思われる<sup>(14)</sup>。情報の本来の所有者による、情報の排他的利用を認め、情報の不正取得者とその情報受領者、情報受領者より後に連鎖的に情報提供を受けた者による利用を、禁止するというものである<sup>(15)</sup>。

## 二 情報提供者の個人的利益要件をめぐる問題

Dirks 事件で、連邦最高裁判所は、証券取引をおこなっていない情報提供者に責任を認めるための要件として、情報提供者の個人的利益要件 (以下、単に「利益要件」と記す。)を示した<sup>(16)</sup>。利益要件は、不適切であるとされる訴訟から、どの程度、情報提供者や情報受領者を守るのであろうか<sup>(17)</sup>。また、情報提供者と情報受領者を保護する手段として適切であろうか<sup>(18)</sup>。不当な訴訟より情報提供者や情報受領者を保護する必要があるとするならば、他に方法はないのであろうか。情報提供者の利益の欠如が、情報提供者の責任を排除

(14) Coles, *supra* note 10. このような提案にも問題がないわけではないようである。たとえば、遺失物や置忘れ品 (lost or mislaid property) に関する法の対象として、インサイダー取引が適切であるかという点があげられる。そして、情報はおそらく会社に属することとなるから、情報取得者は、株主というよりは会社に対して義務を負うものと考えられ得る。これにより、問題の中心が投資家保護から若干遠ざかるのではないかと懸念されている。さらに信認義務等を負わない者に、このような規制を拡張し得るのかという疑問も残るかもしれない。このような手法が是認され得るのか、以下の諸文献にみられる見解も踏まえた上で、検討する必要がある。たとえば、柏木・前掲 (注3) 26頁では、不正流用理論に関しての説明ではあるが、「なぜ、証券取引法で、情報源の情報に対する支配権を保護しなければならないか、説明ができない。」と記載されている。また、仮屋・前掲 (注2) 177頁や神崎克郎 [1988-2] アメリカ法354頁も参照。不正流用理論と雇主の財産権保護、証券市場における投資者保護については、近藤光男「ワイナンス事件と不正流用理論」商事法務1133号 (1988) 78頁を参照。さらに、インサイダー取引規制の目的は、情報源一般の利益の保護にあるのか、そして情報の不正流用の違法性は、インサイダー取引の違法性とは異なるのではないかという疑問も呈されている。近藤光男「インサイダー取引規制の範囲と理論—O'Hagan 事件判決を中心に—」商事法務1473号 (1997) 8頁、近藤光男「インサイダー取引規制の範囲」近藤光男・志谷匡史編『新・アメリカ商事判例研究』所収、(商事法務, 2007) 283頁。また連邦証券諸法の独自性と他の法領域の融合と州法の参照、不正流用理論の規律目的について、品谷・前掲 (注10) 172頁～173頁を参照。O'Hagan 事件判決における、情報の排他的利用に関して、品谷・前掲 (注12) 43頁, 44頁, 51頁を参照されたい。鳥袋・前掲 (注2) 59頁では、不正流用理論に関しては、インサイダー取引を規制する理由が、情報所有者の権利の保護に置かれるが、証券市場の公正、誠実性に対する一般投資者の信頼の確保という理念と、どのように関係づけられるのか問題を残すこととなると指摘されている。不正流用理論の本来の機能に関する分析として、並木和夫「内部者取引規制の拡大に向けて—内部者取引規制と信任義務—」法学研究65巻8号 (1992) 16頁～17頁を参照。

(15) 情報に対する財産権の保護については、仮屋・前掲 (注2) 164頁～170頁を参照。また、より広範な未公開情報を利用した株式取引を対象とする規則の研究、情報の財産権に関するルールの体系的構築を目的とした研究の必要性について、仮屋・前掲 (注2) 181頁～182頁を参照されたい。O'Hagan 事件連邦最高裁判決の情報の所有者の独占的利用については、栗山・前掲 (注11) 834頁も参照。



する原因となった例として、SEC v. Maxwell 事件がある。以下でその概要を紹介する。

(1) SEC v. Maxwell 事件<sup>(19)</sup>

Kellogg 社は、食料品を製造する Worthington 社との企業結合を試みていた。Worthington 社の取締役である Maxwell は、1999年8月26日頃に、両社の統合に関して知ることとなった。Maxwell に当該情報を伝達したのは、Worthington 社の CEO である Dale Twomley であったが、その際に、この情報を秘密にするよう指示し、自己の利益のために当該情報を利用することのないよう注意を促した。Worthington 社は、同社で働く者が、重要な未公開情報を知りつつ、同社の証券を取引することを禁じるとともに、当該情報を他人に伝達することを禁止していた。Maxwell は、同社のこのような方針を理解していた。

Jehn は、Worthington 社で働く者を顧客にもつ理容師であり、Maxwell もその一人であった。Maxwell は散髪の予約をする際に、個人的な事柄や Worthington 社に関すること等を、Jehn に話すことがあった。Maxwell は Jehn と投資の話をする機会もあり、Jehn が証券取引に関心を抱いていることを知っていた。1999年の9月より前に、Worthington 社が買収される可能性に関して、Jehn が Maxwell に尋ねたことがあった。Maxwell と Jehn は、電話による会話や散髪の予約のほかは、親密な交際をしていた様子はなく、親友と呼べるほどの間柄ではなかったようである。1999年9月22日、Maxwell は散髪のため、理容室を訪れた。散髪の間、Maxwell は、Worthington 社の買収に関心をもつ若干の買い手が存在するといううわさがあると Jehn に告げた。この時点で、Maxwell は、

---

(16) Dirks, 463 U.S. at 662. 利益要件は、SEC の訴えが不適切な場合に、情報提供者と情報受領者を保護し、責任回避の原則を明らかにするための、重要な原則であると考えられていたようである。開示により利益を得た場合、その目的は不適切なものであると考えられる。利益には、金銭的利益のほか、評判に関する利益、親類や友人へ贈り物をするところから生ずる利益等が想定されている。証券取引所法の一つの目的は、会社の役員等が報酬の一部として内部情報を扱い得るという考えを否定することであり、ゆえに、この要件を正当化し得るようである。もっとも、情報提供者が情報伝達より利益を得たか否かを判断することは、容易でないことが認識されている。See Dirks, 463 U.S. at 664.

Dirks 事件判決の利益要件以外の準則も含めた詳細な分析として、品谷・前掲（注3）318頁。市場で有用な役割をはたす者と効率性の問題に関して、鳥袋・前掲（注2）72頁を参照。また内部者取引と特別の報酬について、野田博「適時開示、信任義務とインサイダー取引」法学新報96巻3・4号（1990）329頁～330頁。不当な目的という要件、アナリストとその顧客への配慮については、正井章作「内部情報受領者の責任」商事法務1149号（1988）44頁、正井章作「内部情報受領者の責任」近藤光男・志谷匡史編『新・アメリカ商事判例研究』所収（商事法務、2007）91頁を参照。また、並木和夫「アメリカにおける内部者取引規制の法理—Chiarella および Dirks 両事件まで—」法学研究62巻12号（1989）219頁～221頁も参照されたい。

(17) 品谷・前掲（注3）317頁では「利得の有無はかなり柔軟に判断されるが、投資アナリストの役割など、健全な市場の維持に必要な要素については配慮されなければならない。ダークス判決の内容はこのように理解される。」と記されている。連邦最高裁の証券市場の効率性実現への配慮と、市場の専門家の役割への評価、予見可能性については、野田博「証券アナリストへの自発的開示とインサイダー取引（一）」一橋論叢117巻1号（1997）107頁～127頁。また、正井・前掲（注16）44頁も参照。

(18) 鳥袋・前掲（注2）58頁、野田博「証券アナリストへの自発的開示とインサイダー取引（二・完）」一橋論叢118巻1号（1997）42頁～60頁も参照されたい。

(19) SEC v. Maxwell, 341 F. Supp. 2d 941 (S.D. Ohio 2004).

Worthington 社と Kellogg 社の上記交渉を知っていた。その際、Maxwell は、Jehn に対して、彼の提供した情報を秘密にしておくべきことを伝えなかった<sup>(20)</sup>。1999年9月22日、Jehn は、Maxwell との会話を機に、Worthington 社株と同社のオプションを購入した。1999年10月1日、Kellogg 社が Worthington 社株一株に対し24ドルを支払う旨のプレス・リリースがなされ、Worthington 社の株価は上昇した。公表後、Jehn は Worthington 社株とオプションを売却し、およそ19万1954ドルの利益を得た。

SEC は、情報提供者 David Maxwell と情報受領者 Elton Jehn が、上記行為により証券取引所法10条（b）項と SEC 規則10b-5に違反したと主張した。両人は、Maxwell は、Jehn への情報提供から利益を得ていないとし、SEC と争うこととなった。また、Jehn は、Maxwell の情報開示が信託義務違反であることを、Jehn が知っていたとする証拠は何ら存在しないと主張した。

裁判所は、主要な事例である Dirks 事件において示された諸基準<sup>(21)</sup>を踏まえて、概ね以下の諸事項を明確にするよう、SEC に要求した。①Maxwell が Worthington 社の株主に対する信託義務に違反したこと。②Maxwell が、同社の株取引における情報の優越を、外部者に与える意図で、Worthington 社に関する重要な未公開情報を伝達したこと。③これにより、Maxwell が利益を得たこと。さらに、Jehn の責任を検討するにあたり、SEC は以下の諸事項を明確にするよう求めた。①Maxwell が、Worthington 社に関する重要な未公開情報を有していたこと。②Maxwell が、Jehn に当該情報を開示したこと。③Jehn が、Maxwell より提供された内部情報を有しながら、Worthington 社株を購入したこと。④Maxwell が Worthington 社の情報を提供することにより、信託の關係に違反したことを、Jehn が知っていたかあるいは知り得べきであったこと。⑤Maxwell が、当該開示から利益を得たこと。

以上の諸点のうち、主として情報提供者の利益の有無に関する問題と、Maxwell が信託の關係に違反していたことを、Jehn が認識していたかどうかという問題が争われることとなった。Maxwell は、Jehn に利益を与えることを意図して情報提供をおこなったと推断するに足る、両者の親密な關係が存在しておらず、Maxwell の利得が欠如すると主張した。SEC は、内部者が重要な未公開情報を開示したとの単なる主張は、内部者が情報受領者に対して贈り物を提供することを意図したと推断するために十分であり、それゆえに利益要件が満たされると争った。SEC は、Maxwell が長年、散髪のために通った理容師で、友人でもある Jehn に対して、情報の贈り物をすることを意図していたと、合理的に決定し得る多くの証拠が存在すると主張した。SEC の主張によると、判例法は、情報提供者の利益を認め得る状況を、友人關係や親類關係に制限していない。

以上のような事實關係のもと、裁判所は次のように判示した。SEC は、情報提供者が開示から直接または間接に利益を得たことを明らかにしなければならない。情報提供者に対する直接的な利益は、常に必要とされるものではなく、情報提供者の利益は情報受領者に利益を与える意図から立証することができる。情報提供者と情報受領者の間の親密な友人關係は、当該情報提供が情報受領者に利益を与えることを意図したものであることを示すものと考え得る。市場取引において、すべての当事者に、重要な未公開情報に基づく諸

(20) Jehn による本件情報の入手先に関して、争いがあったようである。

(21) Dirks v. SEC, 463 U.S. 646.

活動を差し控えるよう要求する義務は存在しない。むしろ、Dirks 事件判決において強調されたように、インサイダーが、自らの利益のために、取得した情報を利用し、信頼の關係に違反しようとする場合のみ、重要な未公開情報に基づく取引を断念する義務が生ずる。Maxwell は、Jehn に対する重要な未公開情報の開示から、利益を得ている様子はなかった。両人は、家族ではなく、親友でもなかった。Maxwell には Jehn に贈り物をする特別な理由が存在しない。本件の開示に起因する Maxwell の利益に関連する証拠が存在しないので、裁判所は SEC の主張を支持することができない。また、本件は SEC の依拠する他の諸事例と区分することが可能である。Yun 事件では、情報提供者と情報受領者は、数年間ともに働き、報酬を分かち合い、親密な關係にあった。この事件で、裁判所は、情報提供者が情報受領者との良好な關係を保つことにより、利益を得ることを期待したと判断した。Maxwell 事件では、このように認めるための証拠が存在しない。情報提供者と情報受領者が、ビジネス・パートナーである状況と異なるため、Maxwell 事件において、理容師と良好な關係を持つことが、Maxwell にとって重要である理由を、裁判所ははっきりと認めることができない。情報受領者の開示または断念の義務は、インサイダーの義務から派生するものである。Maxwell は、Jehn に対する重要な未公開情報の開示から利益を得ておらず、それゆえに Worthington 社の株主に対して負う義務に違反していないので、Jehn も 1934 年証券取引所法 10 条（b）項と SEC 規則 10b-5 に基づく責任を負うことはない。

## （2）Maxwell 事件判決と投資家保護の政策

以上のように、Maxwell 事件では情報提供者が情報提供より利益を得るつもりがなかったことを理由に、裁判所は、1934 年証券取引所法 10 条（b）項（以下、単に 10 条（b）項と記す）と SEC 規則 10b-5（以下、単に規則 10b-5 と記す）に基づくインサイダー取引規制上の責任を、Maxwell に課さなかった。Maxwell は、自己の開示が投資に関心をもつ Jehn の証券取引のきっかけとなるリスクを無視したか、あるいは軽視していたように思われる。また、Maxwell は、違法な活動から他者に損害が生ずることを防ぐ誠実な目的で開示をなしたわけでもなさそうである。情報提供者の利益要件が、違法で有害な活動の暴露を唯一の目的とする情報提供者を保護するだけであれば、このような問題は生じないかもしれない<sup>(22)</sup>。しかしながら、この事件で明らかになったように、利益要件は、正当化され得る開示目的を何ら有していない情報提供者をも保護し得るため、過剰に広範であると批判されることが予想される。最初の情報提供者は、自己の開示の後に、当該情報がどのような者に伝達されるのか予測することは難しい。現在の米国における規制では、情報受領者の責任は情報提供者より派生するものと構成しているため<sup>(23)</sup>、最初の情報提供の開示目的に問題が認められなければ、以降の情報受領者が情報を不適切に利用したとしても、個別に責任を課すことはおそらく不可能であろう<sup>(24)</sup>。情報受領者が、情報を不適切に利用

(22) ほかに、動機の混在に関する分析として、野田・前掲（注 17）120 頁～123 頁も参照。

(23) 情報受領者規制の付随性、従属性について、品谷・前掲（注 3）317 頁を参照。

(24) ほかに、荒谷裕子「1985-1」アメリカ法 145 頁、マーク・I・スタインバーグ（小川宏幸訳）『アメリカ証券法』（レクシス・ネクシス・ジャパン、2008）465 頁において、指摘されているような諸問題も参照されたい。



すれば、情報提供者の利得の意思とは関係なく、証券市場の公正性を損なう可能性があるのではなかろうか。情報提供者が、開示から利得していないが、市場の公正性を損なうと思われる行為に対して、10条（b）項と規則10b-5の責任を問うことは困難であろう。

先に、情報提供者や情報受領者が、信託義務を負うか否かという事情は、インサイダー情報が証券取引に用いられた場合に、投資家や証券市場の信頼に対して、どれほどの影響を及ぼし得るのかということに関し、若干の検討をおこなった<sup>(25)</sup>。それでは、会社の重要な未公開情報が、情報受領者によって証券取引に用いられた場合、情報提供者の利益に関する問題は、証券市場や情報源、投資家等によどのような影響を及ぼすのであろうか<sup>(26)</sup>。投資家保護の政策を重視する立場からは、Dirks 事件判決の示した利益要件の変更も検討すべきであると主張されている<sup>(27)</sup>。情報提供者の利益は、金銭的な利益に限定されていない<sup>(28)</sup>。しかしながら、この要件の存在自体が、当然に情報提供者の責任を制限する<sup>(29)</sup>。重要な未公開情報を他人に提供して利益を得ることを目論む以外に、10条（b）項や規則10b-5を用いて責任を追求することが望ましいケースは存在するであろうか。たとえば、情報提供者が利益を得るつもりはないが、自社に損害を与えるつもりで、あるいは自社に損害が生ずる可能性があるにもかかわらず、無思慮に情報開示をおこなった場合はどうであろうか。このようなケースでは、証券市場や投資家の信頼に対する影響の観点からも、また情報提供者の所属先や、株主との関係においても、情報提供者の行為は批判にさらされるかもしれない。しかしながら、先に触れたように、少なくとも信託義務理論によって提訴された事例で、Dirks 事件判決を素直に解釈するのであれば、情報提供者が10条（b）項と規則10b-5を根拠として、責任を課される可能性は低いものと思われる。利益要件は、自己の開示を通して、故意に、あるいは無思慮に、他人に損害を与える情報提供者をも保護する可能性を秘めている<sup>(30)</sup>。インサイダーの行為は、会社より委ねられた情報の排他的利用をめぐる会社を欺くこととなり、証券市場の誠実性（integrity）も損なったとすることは可能であろうか。利益要件の不正流用理論への適用の可否については、賛否がわかれるものと思われるが、適用を否定する立場からは、新たな要件の提案はなされていないのであろうか。このような問題に関して、David T. Cohen は興味深い事例を想定し<sup>(31)</sup>、裁判所が情報提供者の責任を課すにあたり、概ね以下の諸点を要求すべきであると主張している<sup>(32)</sup>。①情報提供者が情報提供より利益を得、あるいは情報提供により情報源を害する

(25) See, e.g., Coles, *supra* note 10. 興味深い問題がとりあげられている。

(26) たとえば正井・前掲（注16）43頁の反対意見を参照。

(27) See David T. Cohen, Old Rule, New Theory: Revising the Personal Benefit Requirement for Tipper/Tippee Liability under the Misappropriation Theory of Insider Trading, 47 B.C.L. Rev. 547 (2006).

(28) 正井・前掲（注16）44頁。品谷・前掲（注3）316頁～318頁では「金銭的対価のない情報の贈与の場合でも利得ありと解する余地がある。具体的には贈与に基づいて精神的満足を「得た」と構成し、この点に利益相反を認定することとなる。」と説明されている。

(29) Chiarella 事件連邦最高裁判決の立場に対する一層の絞り込みについて、並木・前掲（注16）221頁。

(30) 仮に、損害の発生によって、情報提供者が満足したならば、これを情報提供者の利益と認めることが可能であったとしても、情報提供者が秘密情報無思慮に告げた場合や、酔った情報提供者が何ら利益を期待せずに不適切にも情報を開示したような場合、責任は課せられるのであろうか。このような情報提供者は、情報を有しない多くの投資家に、貢献するものではない。See Richard W. Painter et al., Don't Ask, Just Tell: Insider Trading After United States v. O'Hagan, 84 VA. L. REV. 153, 194 (1998).

(31) See Cohen, *supra* note 27.



つもりであったか否かに関して、少なくとも著しい不注意が認められたこと。②情報提供者は、自己が情報提供した後に、自己の伝達したインサイダー情報を受領した者が、証券取引のために当該情報を利用するつもりがあったか否かに関して、少なくとも著しい不注意が認められたこと<sup>(33)</sup>。なお、情報提供者が、他人に損害をもたらすであろう違法な活動を阻止する誠実な試みで開示をなした場合には、責任を回避することを認めるべきであるとしている<sup>(34)</sup>。この準則は、最高裁の先例を完全に無視するものではなく、同時に、違法かつ有害な活動を暴露することを試みる情報提供者を保護するかたわら、合法的な方法で熱心な分析を通して情報を得る市場参加者を保護し、投資家の信頼を得るという重要な政策<sup>(35)</sup>を、よりよく実現することが可能であるとする。

不正流用理論に基づいて提訴された事例で、情報提供者の利益要件を単純に排除した場合<sup>(36)</sup>には、信認義務理論と不正流用理論を不当に二分する恣意的な柵 (arbitrary fence) を構築することになるとの批判がなされるかもしれない。不正流用理論に依拠した事例である SEC v. Yun 事件判決が、Dirks 事件連邦最高裁判決の示した情報提供者の利益要件を採用したことを、評価する見解もあることに注意する必要がある<sup>(37)</sup>。情報提供者の利益は、信認義務理論においてすでに要求されているので、不正流用の諸事例においても要求されるべきであり、裁判所は可能な限り伝統的理論に基づく事例と信認義務理論に基づく

(32) 論者は、立論にあたり参考にした情報の不正な利用を規制する法と、証券詐欺を禁止する規定との関係をどのようにとらえているのであろうか。また、O'Hagan 事例で連邦最高裁判所が、代理理論に言及した際に、情報の所有者の損害を引き起こす情報利用を、どのようにとらえたのであろうか。O'Hagan 事件連邦最高裁判決は、情報提供者を伴う事例に何らかの示唆を与えているのであろうか。また、本稿の（注37）に掲げたような解釈と異なる見方をすることが可能であろうか。

(33) 品谷・前掲（注3）328～329頁も参照されたい。

(34) これは、連邦最高裁判所が、個人的利益要件を示した理由を分析し、導き出したものと思われる。しかしながら、荒谷裕子 [1985-1] アメリカ法145頁～146頁を参照。また、外部者が感情的な理由で、情報源の秘密を暴露した場合に、情報伝達者に責任を課することができるかという問題について、石田眞得「不正流用理論における情報伝達者の「利得」要件」商事法務1714号46頁、石田眞得「不正流用理論における情報伝達者の「利得」要件」近藤光男・志谷匡史編『新・アメリカ商事判例研究』所収（商事法務、2007）263頁を参照。

(35) See O'Hagan, 521 U.S. at 653, 658-59 Dirks, 463 U.S. at 652 n.8, 667 & n.27. See also Pritchard, United States v. O'Hagan: Agency Law and Justice Powell's Legacy for the Law of Insider Trading, 78 B.U.L. Rev. 13, at 51 (1998). 連邦最高裁と下級審判決との緊張関係、Dirks 判決の修正などについては、品谷・前掲（注3）333頁～335頁を参照。

(36) 品谷・前掲（注3）326頁も参照されたい。

(37) 情報提供者の利益を要求することは、情報提供者が、単なる義務違反ではなく、証券取引に関する欺瞞がおこなわれた場合にのみ責任が生ずることを保証するためにも重要であるとされる。このような立場は、利益要件がなければ、情報提供者は、自己の開示が他者の証券取引を生ずることを認識していない場合でさえ、有責とされ得ると指摘している。また、O'Hagan 事件連邦最高裁判決が、受認者の証券を購入または売却するための、本人の情報の利己的な利用を通して義務違反が生じ、本人の情報を秘密裏に個人的な利益に転換する一方で、本人に忠実を装う者は、本人を騙すこととなるとしたことに注目している。そして、最高裁判所が、不正流用の諸事例に、情報提供者の利益要件を、明示的もしくは黙示的に認めたとし、利益要件は O'Hagan 事件判決によっても支持されると考えている。Yun 事件では、この要件を省略することは、取引する者に比して、より容易に情報提供者に責任を課すこととなるため合理的でないと、裁判所は判断したようである。See M. Anne Kaufold, Defining Misappropriation: The Spousal Duty of Loyalty and the Expectation of Benefit, 55 Mercer L. Rev. 1489 (2004). なお、情報提供者の情報開示が信認義務もしくは信認類似の義務の違反を構成するという認識を、情報受領者が有していたかどうかという点を、Yun 事件で裁判所は十分に明らかにしたであろうか。Id. at 1502.

事例とを同様に扱うべきであるとの主張もなされるかもしれない<sup>(38)</sup>。判例法における同一性の発展を重視する立場からは、不正流用理論に依拠する事例において、信認義務理論に基づく先例を無視することは、Dirks 事件における最高裁判所判決を空文化させ得るとの批判もあろう<sup>(39)</sup>。

## おわりに

本稿では、インサイダー取引規制上の情報提供者と情報受領者の責任に関して、懸念されるいくつかの問題点を概観してきた。これらの解決を試みる諸提案は、多かれ少なかれ、証券市場の公正性確保や投資家保護の政策、情報源との関係を考慮しているように思われる。印象に残る主張もあったが、脚注で掲げた多くの研究成果に心を用いると、いずれも議論の上下するところかもしれない。インサイダー取引規制に関しては、なかなか心を決めることの難しい問題も少なくないが、検討を通して意識に上った諸点に留意し、今後も指摘されるであろう諸問題を考察してゆくこととしたい。紙幅の関係で、意を尽くすことのできなかつた点も多いが、後日を期すこととする。

---

<sup>(38)</sup> See Yun, 327 F.3d at 1277, 1280.

<sup>(39)</sup> Id. at 1279.

## 〔抄 録〕

本稿では、米国におけるインサイダー取引規制上の情報提供者と情報受領者の責任の研究をおこなう。どのような場合に、情報提供者、情報受領者が規制され得るのか、その範囲が問題となろう。情報提供者の個人的利益要件は、いかに評価されているのであろうか。また、情報提供が繰り返された場合、情報受領者は自己の証券取引が違法であるか否か、さしたる困難も伴わずに判断することができるのであろうか。これは、最初の情報提供者と情報受領者との距離も影響するように思われるが、信認義務を基礎とした規制にも関連して、いかなる指摘がなされているのであろうか。